



Nación sobre imperio: el giro de EE. UU. y sus repercusiones globales

Explorando los impactos del enfoque interno de Estados Unidos en los mercados, regiones e industrias.

Llamada Trimestral T1 | 2025



Ahmed Riesgo
 Director de Inversiones
 Insigneo

Resumen Ejecutivo

Principales temas e ideas

Cambio en la política de EE. UU.: La reelección de Donald Trump marca un cambio crucial en las prioridades de los Estados Unidos, priorizando la estabilidad interna y los intereses nacionales sobre el dominio global (“La Nación sobre el Imperio”). Este enfoque hacia adentro está reconfigurando las dinámicas globales, afectando los mercados, las cadenas de suministro y la estabilidad geopolítica.

El excepcionalismo de Estados Unidos: Estados Unidos mantiene su liderazgo global en innovación, particularmente en inteligencia artificial, lo que impulsa la resiliencia de los mercados y consolidando su posición como la mayor economía del mundo. Sin embargo, desafíos como el aumento de la desigualdad y las vulnerabilidades fiscales plantean riesgos para el crecimiento a largo plazo.

El buen desempeño económico de EE. UU. podría superar en duración al buen desempeño de su mercado financiero.

Proyecciones macroeconómicas globales

EE. UU.: Crecimiento proyectado de 2.1%, impulsado por el estímulo fiscal y por un mayor gasto de los consumidores, con riesgos asociados a los aranceles y la incertidumbre política. La inversión en inteligencia artificial y la menor regulación podrían generar oportunidades de crecimiento.

China: Crecimiento debería desacelerarse hasta 4.1%, limitado por factores locales y externos, incluyendo los aranceles de Estados Unidos y retos estructurales.

Zona Euro: débil demanda local y vientos en contra en términos comerciales limitan el crecimiento hasta 0.9%, en medio de la persistencia de ineficiencias estructurales.

Proyecciones de mercados

Acciones: se esperan retornos moderados, liderados por sectores como la inteligencia artificial y la innovación industrial. Los mercados estadounidenses deberían mantener su liderazgo, con un objetivo potencial para el S&P de 6,300. Se anticipa volatilidad de mercado, con oportunidades en acciones *value* y de pequeña capitalización.

Renta fija: los Tesoros lucen atractivos ante la expectativa de recortes de tasa de la Fed. La deuda de mercados emergentes ofrece oportunidades por sus rendimientos, pero se enfrenta a riesgos provenientes de tensiones geopolíticas y un dólar fuerte.

Activos digitales: se proyecta que el Bitcoin alcan-

ce un máximo histórico de USD 148,000 a fin de año, respaldado por una mayor claridad regulatoria, adopción e innovación.

Riesgos a monitorear: incertidumbre política, vulnerabilidades fiscales de Estados Unidos, y posibles alteraciones en el comercio global.

Introducción: Nación sobre Imperio: una elección que definirá a los Estados Unidos y al mundo

La reelección de Donald Trump marca un momento crucial en la historia moderna de Estados Unidos, señalando un cambio decisivo en las prioridades de la nación. Las perspectivas de este año exploran las profundas implicaciones del giro hacia adentro de Estados Unidos, encapsulado en la elección de “Nación sobre Imperio”. Con esta decisión electoral fundamental, los norteamericanos han optado por priorizar la estabilidad interna y los intereses nacionales por encima de las complejas responsabilidades de

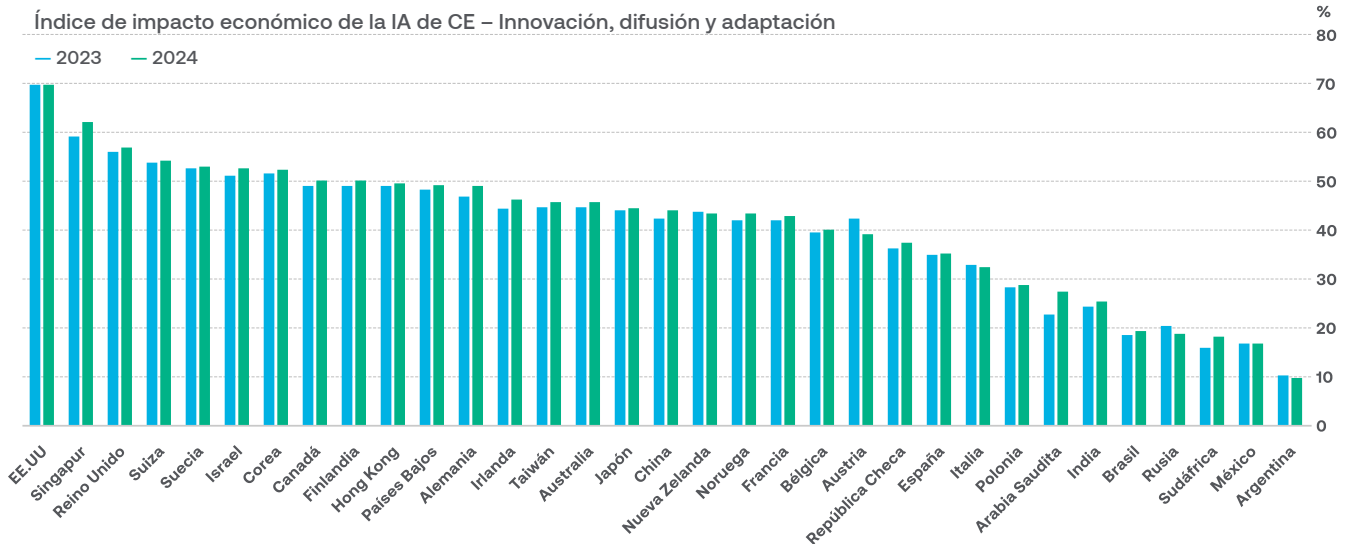
mantener la hegemonía global. El renovado enfoque de la administración Trump en la producción nacional, la reindustrialización y el proteccionismo comercial refleja una recalibración del papel de Estados Unidos en el mundo, de ejecutor del orden global a una nación decidida a reconstruirse desde adentro.

Sin embargo, esta elección tiene repercusiones en todos los mercados, regiones e industrias. Desde el ajuste de los sistemas financieros a las políticas fiscales y comerciales de “Estados Unidos primero” hasta las incertidumbres geopolíticas en Europa, Asia y el Medio Oriente, el giro está creando un nuevo equilibrio mundial. Este distanciamiento del proyecto imperial podría ofrecer oportunidades para la resiliencia económica nacional, pero también desafíos para mantener la influencia y la estabilidad en regiones clave.

Las perspectivas anuales para 2025 profundizarán en estas dinámicas, destacando cómo este cambio está reconfigurando todo desde las cadenas de suministro hasta las estrategias de inversión. El informe tiene como objetivo proporcionar a los inversionistas información práctica para navegar el nuevo orden mundial

1. “Debería llamarse la revolución de IA de EE. UU.” --Alex Karp, presidente de Palantir

Fuente: Capital Economics



2. El Imperio: Las diez compañías más grandes del mundo por década

1980: Pico del petróleo	1990: Japón dominará el mundo	2000: Burbuja telecom	2010: China dominará el mundo	2024: Empresas tech EE. UU.
IBM	NTT	Microsoft	ExxonMobil	Apple
AT&T	Bank of Tokyo-Mitsubishi	General Electric	PetroChina	Microsoft
Exxon	Ind. Bank of Japan	NTT DoCoMo	Apple	Nvidia
Standard Oil	Sumitomo Mitsui Banking	Cisco Systems	BHP Billiton	Alphabet
Schlumberger	Toyota Motors	Walmart	Microsoft	Amazon
Shell	Fuji Bank	Intel	ICBC	Saudi Aramco
Mobil	Dai-ichi Kangyo Bank	NTT	Petrobras	Meta
Atlantic Richfield	IBM	ExxonMobil	China Construction Bank	Berkshire Hathaway
General Electric	UFJ Bank	Lucent Technologies	Royal Dutch Shell	Eli Lilly
Eastman Kodak	Exxon	Deutsche Telekom	Nestlé	TSMC

Fuente: Gavekal

emergente, donde el imperio estadounidense da un paso atrás, permitiendo que los mercados y las naciones recalibren sus roles. A medida que trazamos el rumbo de esta identidad estadounidense redefinida, la interacción entre las prioridades nacionales y las responsabilidades globales sin duda dará forma a los próximos años. Bienvenidos a una nueva era de pragmatismo estratégico, en la que Estados Unidos se centra en sí mismo para asegurar su futuro mientras el resto del mundo se ajusta a su nuevo papel en el centro del escenario.

El invariable excepcionalismo de Estados Unidos

El excepcionalismo estadounidense ha sido durante mucho tiempo una narrativa clave del papel global de la nación. En los últimos años, esto se ha visto enfatizado por su liderazgo en la revolución de la inteligencia artificial - IA. Como se destaca en el Gráfico 1 del Índice de Impacto Económico de la IA, Estados Unidos sigue dominando la innovación, la difusión y la adaptación de las tecnologías de la IA. De hecho, este liderazgo se traduce en una influencia global tangible y en un ecosistema innovador que sigue siendo inigualable. Lo anterior, refuerza la idea de que la IA no solo está transformando las industrias, sino que también está

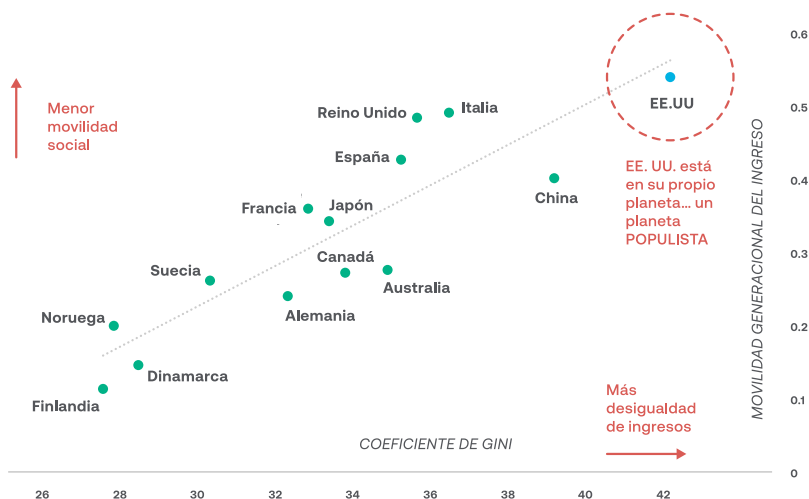
actuando como un pilar fundamental del poder económico de Estados Unidos.

Por supuesto, la historia del excepcionalismo estadounidense también se refleja en los mercados financieros. El S&P 500 continuó su dominio, ya que las acciones *growth* de EE. UU. superaron a sus pares globales durante la mayor parte de 2024. Esta tabla del Gráfico 2 resalta el cambio en el panorama del dominio corporativo a lo largo de las décadas mostrando que, en la era actual, las empresas tecnológicas estadounidenses dominan la lista de las empresas más grandes del mundo. La capacidad única de Estados Unidos para regenerarse y dominar nuevos paradigmas económicos, desde el auge industrial de la posguerra hasta el actual ciclo de innovación impulsado por la IA, habla de su excepcionalismo. El desempeño relativo de los activos estadounidenses, como la renta variable, los bonos del Tesoro y el dólar estadounidense en 2024, ejemplifica esta resiliencia.

Sin embargo, el excepcionalismo no está exento de desafíos y compromisos. Como se observa en el Gráfico 3, el aumento de la desigualdad de ingresos y la concentración de la riqueza en las empresas dominantes plantean riesgos para la movilidad social, lo que podría amenazar la cohesión que sustenta la capacidad innovadora de la nación. Las condiciones actuales en Estados Unidos son un caldo de cultivo

3. Aumento en la desigualdad de ingresos y menor movilidad social: La Nación contraataca

Movilidad social vs desigualdad de ingresos



Fuente: BCA Research, Banco Mundial, base de datos global en movilidad intergeneracional (2018)

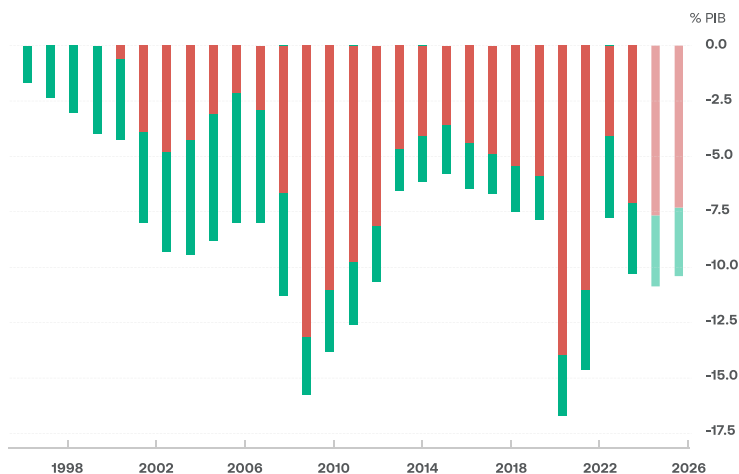
fértil para el populismo económico. Con el país ahora enfrentando déficits gemelos superiores al 10% del PIB [Ver Gráfico 4], ¿cuánto tiempo pasará antes de que los “vigilantes de los bonos” despierten y exijan disciplina fiscal? Sí, el dólar es la moneda de reserva mundial, y los inversionistas deben mantener bonos del Tesoro, les guste o no. Pero incluso el poderoso dólar está sujeto a las dinámicas de la deuda, solo que el día (y tal vez la magnitud) del ajuste de cuentas ha sido pospuesto.

¿Pondrá Donald Trump fin al desempeño económico

superior de Estados Unidos? Podríamos argumentar que las políticas de Trump podrían limitar ligeramente el crecimiento del PIB de Estados Unidos en los próximos años, señalando tres riesgos clave. En primer lugar, un sesgo hacia políticas aislacionistas podría reducir los beneficios económicos derivados del comercio y la inmigración. En segundo lugar, la incapacidad de Trump para abordar el creciente déficit fiscal podría aumentar las vulnerabilidades fiscales a mediano plazo. En tercer lugar, su posible desmantelamiento de los marcos institucionales podría socavar los cimientos económicos que han sostenido

4. Déficit gemelos de EE. UU. serán de ~10% del PIB

■ Balance de cuenta corriente
■ Préstamo/endeudamiento neto del gobierno



Fuente: Gavekal; FMI; Macrobond

el ascenso de Estados Unidos. Sin embargo, es poco probable que su reelección amenace la posición de Estados Unidos como la principal economía del mundo a largo plazo. Es importante resaltar que las iniciativas de desregulación también podrían apoyar el crecimiento económico, aunque su impacto práctico puede ser limitado.

Más allá del futuro inmediato, las perspectivas a largo plazo de la economía estadounidense siguen siendo sólidas. Sus ventajas estructurales proporcionan una base resiliente que requeriría décadas para erosionarse significativamente, incluso bajo condiciones políticas adversas. Las tecnologías emergentes, en particular la IA, también se alinean con las fortalezas de Estados Unidos, reafirmando su liderazgo mundial. Por lo tanto, anticipamos que **Estados Unidos mantendrá su estatus como la economía más grande, rica e influyente en el futuro previsible.**

No obstante, el desempeño económico superior no garantiza la continuidad del dominio en los mercados accionarios. En el corto plazo, la renta variable estadounidense podría seguir superando a los mercados mundiales, respaldada por un crecimiento relativamente sólido y unos temores de inflación moderados. El entusiasmo de los mercados, impulsado por la IA, podría mantener la burbuja actual durante un tiempo más, pero más allá de este auge nuestra confianza disminuye.

Proyecciones macroeconómicas globales para 2025

El panorama macroeconómico global refleja un ambiente complejo en 2025, influenciado por riesgos geopolíticos, cambios en las políticas, y un crecimiento impulsado por la innovación.

El Gráfico 5 resume nuestra perspectiva global. En

general, esperamos que el crecimiento global se modere hasta aproximadamente un 2.8%, reflejando un endurecimiento de la política monetaria y mayores tensiones geopolíticas. Por ejemplo, los aranceles de Estados Unidos y una menor integración en el comercio global podrían afectar al crecimiento. La próxima guerra comercial, o incluso solo las amenazas arancelarias, representan un riesgo considerable a la baja, sobre todo para Asia. Mientras que los sectores tradicionales se desaceleran, las industrias impulsadas por la innovación, particularmente la inteligencia artificial, siguen siendo un punto positivo a nivel mundial, apoyando a un grupo limitado de países.

En Estados Unidos, nuestro indicador de recesión Insigneo-Forefront en el Gráfico 6 se mantiene reprimido, indicando apenas una probabilidad de 12% de una recesión en Estados Unidos en los próximos seis meses, lo que sugiere un entorno en el que todavía es prudente mantener riesgo en los portafolios. En un horizonte de doce meses, el entorno se vuelve más incierto, a medida que las preocupaciones con respecto a la demanda laboral continúan y se mantienen en una trayectoria de deterioro. Para 2025, esperamos que el PIB real se debilite, pero que se mantenga sólido

5. Balance de resultados y proyecciones macro de Insigneo

PIB real anual

Fuente: Insigneo

PAÍS/REGIÓN	2024 PREDICCIONES (del 12/31/2023)	2024 ACTUAL (al 12/31/2024)	2025 PROYECCIONES
Estados Unidos	1.4%	2.5%	2.1%
Zona Euro	0.5%	0.7%	0.9%
China	4.5%	4.8%	4.1%
Japón	0.9%	0.6%	1.1%
Mundo	2.5%	3.2%	2.8%

en 2.1%, por encima de su tendencia de crecimiento, e impulsado principalmente por políticas fiscales, un consumo sólido, e inversión en inteligencia artificial y equipos. Los riesgos incluyen tasas de interés más altas, aranceles, incertidumbre política, y políticas de inmigración restrictivas. La Reserva Federal debería seguir recortando su tasa, con esta ubicándose en el rango entre 3.50% – 3.75%. El estímulo fiscal, incluyendo recortes de impuestos y menor regulación, debería ser un impulso en el corto plazo. Esperamos que la inflación PCE se ubique alrededor de 2.3% – 2.4% a final de año, con algunas presiones alcistas, potencialmente, de aranceles y crecimiento de los salarios.

Para la segunda economía más grande del mundo, proyectamos que el PIB real de China se desacelerará más hasta 4.1% desde el 4.8% de este año, afectado por los aranceles de Estados Unidos y las limitaciones de la política local que evitan que el gobierno actúe agresivamente. De hecho, hay problemas estructurales que persisten, tales como un consumo débil y la corrección del mercado inmobiliario. Seguimos esperando que haya medidas monetarias y fiscales limitadas que serán insuficientes para compensar las alteraciones comerciales. Los riesgos de una “japonificación” están aumentando.

La Zona Euro debería crecer un 0.9%, estando limitada por una demanda interna débil y vientos en contra provenientes desde el frente comercial. Con las presiones inflacionarias cediendo, esperamos que haya una política monetaria más expansiva, pero las ineficiencias estructurales y su dependencia de las exportaciones deberían mantener el crecimiento débil. Como hemos mencionado antes, el modelo económico de Europa está roto y necesita algo más que pequeños ajustes.

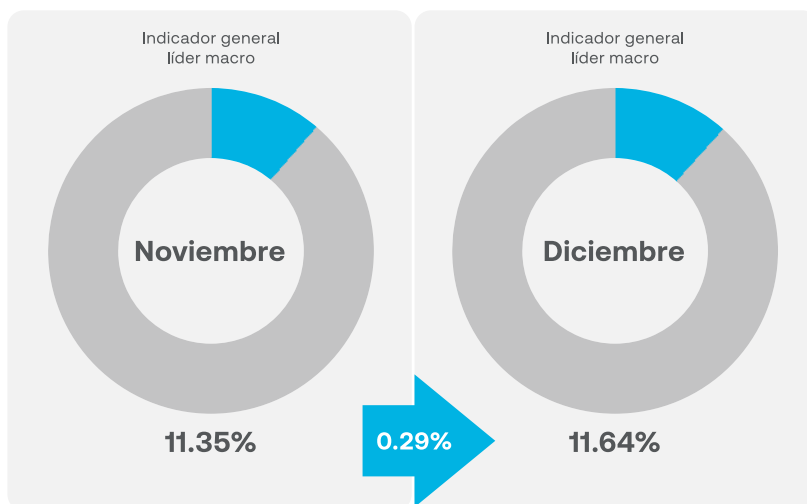
Perspectiva global de mercados

Esperamos que los mercados accionarios ofrezcan retornos moderados en el año, impulsados por un crecimiento de las utilidades de sectores como la inteligencia artificial y la innovación industrial. Dicho esto, el mayor riesgo para los mercados de renta variable sigue siendo las mayores tasas.

Los mercados de renta variable estadounidenses mantienen su liderazgo, ya que las políticas de la segunda administración de Trump impulsan tanto al crecimiento económico como a las tasas de interés al alza, lo que debería ser favorable para las acciones en 2025. El Gráfico 7 destaca los pronósticos de

6. Probabilidades de recesión

2 trimestres calendario hacia adelante



Fuente: Indicador de recesión Insigneo-Forefront

diferentes activos para el año. El crecimiento de las utilidades, no la expansión de los múltiplos, será el elemento clave, con el S&P 500 potencialmente alcanzando el nivel de 6,300. Sin embargo, las altas valoraciones indican fragilidad, con una alta volatilidad proyectada en el mercado, a pesar de posibles retornos anuales positivos. También esperamos que se dé una rotación en el liderazgo, favoreciendo las acciones *value* por encima de las *growth*, las de pequeña capitalización por encima de las de gran capitalización, y los sectores cíclicos por encima de los defensivos. **Las Siete Magníficas podrían tener un buen desempeño, pero vemos su liderazgo reducirse a medida que se amplía el crecimiento en las utilidades.** La inversión en IA probablemente cambiará su enfoque de infraestructura a aplicaciones y a los usuarios pioneros. Los bancos, los servicios públicos, automóviles e industriales se beneficiarían de una menor regulación y del proteccionismo, mientras que la industria de semiconductores se enfrentaría a vientos en contra. Los bancos diversificados y las acciones de pequeña capitalización deberían beneficiarse de la recuperación de la actividad en los mercados de capitales.

Europa y China deberían tener un desempeño débil como consecuencia de fundamentales económicos frágiles, riesgos geopolíticos, y varios problemas estructurales aún por resolver. La recuperación del mercado accionario chino depende del estímulo fiscal y las mejoras políticas, pero los riesgos provenientes de los aranceles de Estados Unidos persisten. Mientras tanto, la Zona Euro sigue enfrentándose a desafíos como consecuencia de la débil demanda interna, el lento crecimiento de las utilidades y la incertidumbre política. No obstante, una **postura equilibrada que combine acciones estadounidenses con una exposición selectiva a ciertos mercados subvalorados y resilientes como Japón es prudente.** Específicamente, se espera que las acciones japonesas se beneficien de reformas corporativas, el aumento en los salarios reales

y fuertes recompras de acciones, por lo que esperamos que el TOPIX exhiba rendimientos sólidos.

En los mercados de renta fija esperamos que haya entre dos y tres recortes adicionales por parte de la Reserva Federal este año, levemente más que lo que descuentan las expectativas actuales de 40pbs. Por lo tanto, **los Tesoros siguen siendo atractivos para los inversionistas aversos al riesgo.** También esperamos un año benigno, aunque no espectacular, para los bonos grado de inversión, mientras que los diferenciales de crédito no lucen atractivos en el caso de los bonos *high yield*. Esta tabla del Gráfico 8 refleja el desempeño esperado de los bonos estadounidenses bajo varios escenarios de tasas de la Fed en los próximos doce meses. Favorecemos los bonos de larga duración, ya que los recortes de tasa deberían reducir los rendimientos, incluso si los diferenciales de crédito podrían ampliarse en los segmentos más riesgosos. Incluso si la deuda de mercados emergentes ofrece oportunidades atractivas, se enfrenta a riesgos materiales de un dólar fuerte y tensiones geopolíticas. Mercados específicos tales como el sudeste asiático, Sudáfrica y ciertas partes de América Latina ofrecen una resiliencia relativa.

Diversificación a través de las diferentes clases de

7. Principales mercados y activos financieros

Proyecciones, T4 2025

Fuente: Insigneo

US S&P 500	6300	Petróleo, WTI	USD 69
Bono del Tesoro 10 años	3.9%	Oro	USD 2800/oz.
Tasa Fed	3.75%	DXY	107
Eurostoxx50	4750	EUR-USD	1.08
Tasa bono referencia 10 años	2.1%	Bitcoin	148,000
Tasa de depósitos BCE	1.75%		

8. Tesoro a 10 años bajo varios escenarios de la Fed

ESCENARIOS TASA FED PARA LOS PRÓXIMOS 12 MESES

CAMBIO ESPERADO EN EL ÍNDICE DE RENDIMIENTO DE LOS TESOROS (PBS)

RETORNO TOTAL ESPERADO DEL ÍNDICE 12 MESES (%)

	ESCENARIOS TASA FED PARA LOS PRÓXIMOS 12 MESES	CAMBIO ESPERADO EN EL ÍNDICE DE RENDIMIENTO DE LOS TESOROS (PBS)	RETORNO TOTAL ESPERADO DEL ÍNDICE 12 MESES (%)
RECORTES	300 pbs	-132.81	12.26
	275 pbs	-115.95	11.27
	250 pbs	-99.09	10.27
	225 pbs	-82.24	9.28
	200 pbs	-65.38	8.28
	175 pbs	-48.52	7.29
	150 pbs	-31.66	6.29
	125 pbs	-14.81	5.3
	100 pbs	2.05	4.3
AUMENTOS	75 pbs	18.91	3.31
	25 pbs	86.34	-0.68
	50 pbs	103.2	-1.67
	75 pbs	120.05	-2.67
	100 pbs	136.91	-3.66

Cambios esperados en la tasa Fed descontados por medio de la curva swap OIS; Fuente: BCA Research; Índices Bloomberg Barclays

activos, incluyendo alternativos, es crítica para administrar la volatilidad del mercado, particularmente en el contexto actual. Preferimos el oro por encima de los metales industriales y del petróleo por los riesgos geopolíticos y la incertidumbre económica. Sin embargo, como se observa en el Gráfico 9, el oro está muy costoso con respecto al petróleo y a los salarios. Compras constantes y cada vez mayores por parte de

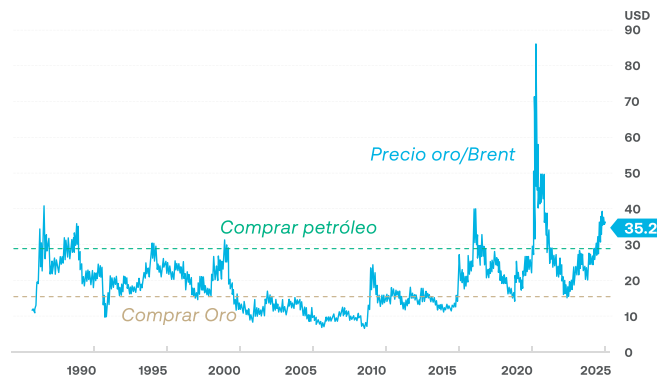
los bancos centrales alrededor del mundo nos dan cierta tranquilidad de que el *trade* de devaluación y diversificación de reservas continuará y seguirá respaldando los precios del oro.

Para los activos digitales, como el bitcoin, los factores clave de la adopción incluyen el mayor interés institucional, los avances tecnológicos, y mayor conciencia

9. Históricamente hablando, el oro está caro

Fuente: Macrobond; Gavekal

El oro está caro en relación al petróleo...



... y en relación al salario promedio del trabajador estadounidense



10. Proyecciones de retorno de los activos durante la próxima década

50% Acciones
30% Bonos
20% Alternativos

Fuente: BCA Research; basado en una inflación hipotética de 2.5%

RETORNO COMPUESTO POR AÑO (%)			
	Promedio histórico anualizado – 20 años	Retorno anualizado estimado – 10-15 años	Participación portafolio
Acciones EE. UU.	10.7	3.2	30
Acciones Otros Mercados Desarrollados	7.4	5.1	15
Acciones Mercados Emergentes	9.3	4.8	5
Tesoro 10 años	2.7	4.5	20
Bonos Corporativos	4.6	5.4	10
Activos Alternativos	10.1	8.6	20
Total Portafolio	7.8	5.1	
Inflación EE. UU.	2.0	2.5	
Retorno Real Portafolio Total	5.8	2.6	

de los consumidores. Es posible que lleguen mejoras que aumenten la velocidad de las transacciones y que a su vez reduzcan los costos. Además, son compatibles con otras tecnologías emergentes, como los contratos inteligentes y los sistemas de finanzas descentralizadas (DeFi). Por supuesto que la volatilidad del bitcoin es un riesgo significativo tanto para las personas naturales como para los inversionistas institucionales, y sus propiedades como reserva de valor siguen siendo aspiracionales. No obstante, anticipamos la continua evolución del ecosistema del bitcoin, impulsada por mayor claridad en su regulación, innovación tecnológica y una mayor adopción. Esperamos que este año bitcoin alcance un máximo histórico a mediados del año, y un objetivo de USD 148,000 a final de año. **En nuestra opinión, no se justifica una asignación mayor al 2% a activos digitales en este momento.**

Adicionalmente, esperamos que haya un interés continuo en la propiedad raíz y los mercados privados

en la medida que la relajación monetaria establezca el entorno macroeconómico. El capital de inversión se enfrenta a presiones de valoración, pero las nuevas emisiones enfocadas en el flujo de efectivo y la disciplina de costos siguen siendo atractivas. Finalmente, el dólar debería permanecer fuerte en el corto plazo, pero podría alcanzar su máximo a mediados de 2025. El Gráfico 10 demuestra que los inversionistas de largo plazo deben enfocarse en rebalancear los portafolios hacia una asignación con objetivos estratégicos para maximizar la diversificación entre acciones, bonos, activos reales, fondos de cobertura e inversiones privadas ilíquidas. Esta tabla refleja los retornos esperados anualizados para varias clases de activos dentro de los próximos diez a quince años, basándonos en un escenario de inflación hipotético de 2.5%. Lo anterior, sugiere que el desempeño de los activos durante la próxima década debería ser menos robusto que en la anterior. ■



Mauricio Viaud

Estratega de Inversión *Senior*
y Manager de Portafolio
Insigneo

Trump 2.0: El argumento a favor de la renta variable de pequeña y mediana capitalización

La elección del presidente Trump podría tener consecuencias muy importantes para la economía estadounidense y sus mercados accionarios que podrían ser positivas o negativas.

Por un lado, vemos un escenario favorable para las empresas, que fomente el crecimiento a través de una combinación de impuestos más bajos y menos regulación.

La fuerte demanda por parte de los consumidores podría estimular el crecimiento, pero también podría conducir a una mayor inflación, exacerbada por la posibilidad de un aumento de los aranceles.

La adición de renta variable de mediana y pequeña capitalización para aumentar la diversificación y complementar la exposición existente a las acciones de gran capitalización será importante en los próximos años.

“Era el mejor de los tiempos, era el peor de los tiempos [...] era la primavera de la esperanza, era el invierno de la desesperación.” – Charles Dickens

La elección del presidente Trump podría tener consecuencias muy importantes para la economía estadounidense y sus mercados accionarios que podrían ser positivas o negativas. En el entorno de inversión actual prevalecen escenarios con marcados contrastes. Por un lado, vemos un escenario favorable para las empresas que fomente el crecimiento a través de una combinación de impuestos más bajos y menos regulación. Este escenario podría impulsar los ingresos de los consumidores, lo que llevaría a un mayor consumo

interno, lo que a su vez conduciría a un mayor crecimiento de los ingresos y los márgenes para las empresas estadounidenses. Las empresas nacionales también podrían disfrutar de tasas de crecimiento más altas ante una menor regulación. Sin embargo, el estímulo es como la champaña en una fiesta de Año Nuevo: un poco va más allá de lo esperado, y demasiado puede estropear la noche. La fuerte demanda por parte de los consumidores podría estimular el crecimiento, pero también podría conducir a una mayor inflación, limitando el progreso económico. Si a esto le añadimos la perspectiva de un aumento de los aranceles, la inflación podría convertirse en un problema real.

El aumento de la inflación podría tener un doble efecto en los mercados. Con el tiempo, podría reducir el poder adquisitivo de los consumidores y erosionar los márgenes de utilidades de las empresas. A corto plazo, sin embargo, una inflación persistente podría tener un impacto más directo en los mercados de renta variable, limitando la capacidad de la Reserva Federal para bajar las tasas de interés. Si las tasas se mantienen más altas durante más tiempo, las empresas podrían seguir enfrentándose a un acceso limitado al capital necesario para crecer, especialmente si es indispensable para

aprovechar un entorno empresarial más favorable. En esencia, demasiado estímulo podría anular los mismos beneficios que intenta generar.

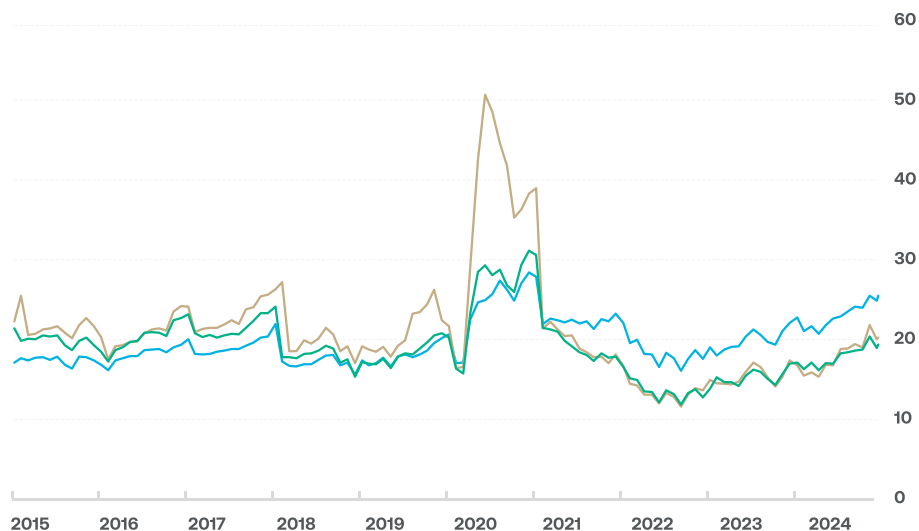
Entonces, la pregunta es ¿cómo obtenemos exposición a la renta variable estadounidense, teniendo en cuenta los escenarios contrastantes mencionados anteriormente? En primer lugar, es importante señalar que creemos que tanto el excepcionalismo estadounidense como las políticas pro crecimiento de la nueva administración probablemente seguirán impulsando la renta variable estadounidense al alza a corto plazo. Sin embargo, creemos que habrá obstáculos en el camino.

Segundo, comencemos por estudiar el pasado. Como dijo una vez Mark Twain: “La historia no se repite, pero a menudo rima.” Durante la primera administración Trump, los mercados de renta variable estadounidense registraron fuertes ganancias, con las acciones de gran capitalización, representadas por el S&P 500, terminando el periodo de cuatro años cerca de un 60% más arriba. Las acciones de mediana y pequeña capitalización, representadas por el S&P 400 y el S&P 600 respectivamente, terminaron el periodo con un alza de 30%. Hay que tener en cuenta que este periodo

11. Comparación de valoraciones entre acciones de gran, mediana y pequeña capitalización

en un período de 10 años, según P/E

- S&P 500
- S&P CAP MEDIA 400
- S&P CAP PEQUEÑA 600



Fuente: Insigneo/Bloomberg (datos al 6 de enero, 2025)

— “...esperamos que las políticas pro crecimiento impulsen a los mercados al alza, mientras que los aranceles y las guerras comerciales podrían crear posibles vientos en contra.”

también abarcó la peor parte de la pandemia de Covid-19, en la que se produjeron importantes retrocesos en los mercados financieros. Si observamos el rendimiento de los mercados de renta variable estadounidense durante toda la primera administración Trump, es fácil ver que las acciones de gran capitalización superaron a sus homólogas de pequeña y mediana capitalización durante ese periodo. Sin embargo, si adoptamos una postura más detallada encontramos que, durante la primera mitad de la administración, las acciones de pequeña y mediana capitalización fueron las claras ganadoras. De hecho, durante el primer año completo de la administración, las acciones de pequeña capitalización ya habían subido un 30%, superando a las de gran capitalización en 5%, mientras que las de mediana capitalización se encontraban en el medio. Lo que ayudó desproporcionadamente a las acciones de pequeña y mediana capitalización durante la primera parte de la primera administración Trump fue un entorno pro crecimiento, específicamente, impuestos más bajos y menor regulación, dos dinámicas que probablemente se repetirán durante la segunda administración. De hecho, las acciones de pequeña y mediana capitalización lideraron la mayor parte del camino hasta finales de 2018, cuando las guerras comerciales con China se intensificaron y el apetito por riesgo por parte de los

inversionistas disminuyó. Curiosamente, ahora nos encontramos en una situación similar en la que esperamos que las políticas pro crecimiento impulsen a los mercados al alza, mientras que los aranceles y las guerras comerciales podrían crear posibles vientos en contra. La variable desconocida que está presente esta vez, que no estuvo significativamente presente la última vez, es la inflación persistente.

¿Qué podemos aprender del pasado que podamos aplicar al futuro? En resumen, la importancia de contar con renta variable de pequeña y mediana capitalización en nuestros portafolios para complementar la exposición existente a la gran capitalización. En lo que va de los dos últimos años, el crecimiento de las utilidades se ha concentrado en acciones de gran capitalización, especialmente en las Siete Magníficas. Un estudio reciente publicado por JP Morgan señaló que, en 2024, las Siete Magníficas fueron responsables de casi el 75% del crecimiento de las utilidades en el S&P 500. En 2025, se espera que esta cifra caiga al 33%. Se espera que esta reducción de la contribución al crecimiento de las utilidades sea el resultado de una ampliación del crecimiento de estas, ya que empresas en toda la economía se beneficiarán de las políticas pro crecimiento. Muchas de las políticas pro crecimiento observadas durante la primera administración Trump tienden a favorecer a las industrias con orientación local como la financiera, industriales y energía, así como a las empresas de consumo discrecional enfocadas en el país. Las empresas orientadas al mercado local tienden a estar altamente representadas en los índices de mediana y pequeña capitalización, lo que es una de las razones por las que no nos sorprendería que la renta variable de mediana y pequeña capitalización volviera a tener un buen desempeño durante la segunda administración Trump. Otra razón por la que creemos que es adecuado tener exposición a la renta variable de mediana y pequeña capitalización es la diferencia de valoración que existe entre estas acciones en comparación con sus homólogas de gran

capitalización. El gráfico 11 muestra una comparación de valoración a 10 años entre acciones de gran, mediana y pequeña capitalización, representadas por el S&P 500, el S&P 400 y el S&P 600, respectivamente. Como podemos ver en el gráfico, antes de la pandemia de Covid-19, las acciones de pequeña y mediana capitalización cotizaban a niveles más altos que sus pares de gran capitalización. Esta dinámica se invirtió después de la pandemia, donde las empresas de gran capitalización superaron a las de mediana y pequeña capitalización, especialmente en los últimos dos años. De hecho, sobre la base de las utilidades futuras, el descuento actual del 20% entre las acciones de gran y pequeña capitalización, y el descuento del 25% entre las acciones de gran y mediana capitalización, representan algunos de los descuentos más amplios de la última década. Las políticas pro crecimiento orientadas hacia el mercado local de la nueva administración, que probablemente beneficiarán desproporcionadamente a las empresas de pequeña y mediana capitalización, deberían reducir esta discrepancia. Eso no quiere decir

que las empresas de gran capitalización no vayan a tener beneficios. Es probable que un entorno favorable para los negocios, con menores regulaciones e impuestos corporativos más bajos, beneficie a las empresas de los sectores de tecnología y salud, muchos de los cuales tienden a ser de naturaleza de gran capitalización.

Nuestra estrategia de renta variable estadounidense para los próximos cuatro años no aboga por una venta total de renta variable de gran capitalización. Simplemente fomenta el cambio o la adición de exposición a la renta variable de pequeña y mediana capitalización. Mantener un enfoque diversificado y orientado a largo plazo es clave para nuestra estrategia. Creemos que el mercado seguirá viendo un entorno pro crecimiento como una “fuente de esperanza”. Sin embargo, si la inflación se convierte en un problema importante y el entorno se convierte en un “invierno de desesperación”, valdrá la pena mantenerse diversificado. ■



Melissa Ochoa Cárdenas

Estratega de Inversión
Insigneo

Francia y Alemania – Las consecuencias de la debacle presupuestal

En Francia, la crisis de gobierno y la falta de acuerdo sobre el presupuesto de 2025 han profundizado la incertidumbre fiscal. Por su parte, en Alemania, el debate sobre el freno a la deuda y las elecciones anticipadas generan tensiones fiscales y políticas.

Ambas naciones enfrentan inestabilidad política y desafíos fiscales que impactan negativamente sus economías y mercados de deuda soberana.

Otros mercados europeos podrían ofrecer mejores perspectivas fiscales y rendimientos más atractivos para los inversionistas en renta fija.

El año pasado fue testigo de grandes turbulencias políticas a nivel global, y Europa no fue la excepción. Las dos principales economías de la Unión Europea han estado en el ojo del huracán en medio de colapsos de gobierno, déficits presupuestarios que amenazan la estabilidad fiscal, y el ascenso de alternativas de derecha que hace un par de años no parecían probables. Por lo tanto, decidimos revisar ambos escenarios, con miras a determinar las implicaciones fiscales y para la renta fija de los últimos sucesos, al tiempo que observamos cómo el movimiento de “La Nación sobre el Imperio” que se dio previamente en Estados Unidos se deja entrever en la Agrupación Nacional en Francia y la AfD en Alemania transformando el panorama político europeo.

Francia se ha enfrentado a un contexto complejo desde junio de 2024, cuando el presidente Emmanuel Macron disolvió la Asamblea Nacional y convocó a elecciones anticipadas. El resultado de estas fue una Cámara Baja dividida prácticamente en partes iguales entre tres bloques: la alianza de izquierda Nuevo Frente Popular, la Agrupación Nacional – el partido de extrema derecha de Marine Le Pen –, y un grupo más pequeño de centristas que apoyaban al presidente.

En este contexto, a principios de diciembre, el gobierno francés se enfrentó a una moción de censura que llevó a la renuncia del primer ministro Michel Barnier luego de que intentara utilizar un instrumento político para evitar la votación del presupuesto de 2025, lo que no fue bien visto por la oposición.

El recién nombrado primer ministro François Bayrou ya ha formado un nuevo gobierno al anunciar a los nuevos miembros de su gabinete, al tiempo que intenta establecer un nuevo presupuesto para 2025, el cual espera presentar a mediados de febrero. Entretanto, se promulgará una ley especial para extender la vigencia del presupuesto de 2024 durante los primeros meses de 2025, la cual solo permitirá el gasto necesario para financiar gastos públicos esenciales.

La importancia del presupuesto de 2025 ha ido aumentando, a medida que la situación fiscal de Francia se ha deteriorado, llevando al país a incumplir los objetivos establecidos por la UE. Según estimaciones de mercado, el déficit presupuestario de Francia para 2025 será de cerca de 5.4% del PIB. Incluso si esta proyección implica una mejora desde la cifra de 2024 de 6.1%, sigue sin cumplir con los objetivos de la UE. Como es sabido, la UE exige que el ratio deuda/PIB de los estados miembros se ubique por debajo de 60%, y que sus déficits no superen el 3%.

— “Incluso si esta proyección implica una mejora desde la cifra de 2024 de 6.1%, sigue sin cumplir con los objetivos de la UE.”

Antes considerada como la potencia fiscal y económica de la UE, la situación actual de Alemania la ubica muy lejos de esta denominación. La crisis gubernamental actual llevó a la coalición de gobierno liderada por el SPD a perder una moción de censura y a que elecciones anticipadas se lleven a cabo en febrero de 2025. Adicionalmente, la coalición de gobierno no pudo ponerse de acuerdo con respecto al presupuesto para 2025. En este contexto, las discusiones con respecto al “freno de la deuda”, más conocido como *Schuldenbremse*, han ganado importancia por la capacidad del freno de limitar la flexibilidad fiscal de

Alemania, así como su capacidad de responder ante shocks económicos.

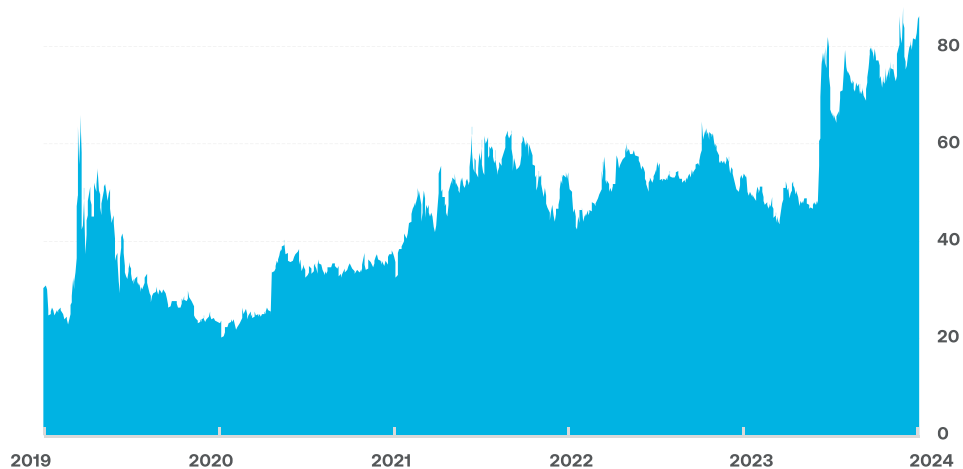
En esencia, el freno de la deuda fue implementado para limitar el déficit estructural anual de Alemania a ser 0.35% del PIB, en medio de recomendaciones por parte de la OCDE y el FMI de que Alemania necesita aumentar su gasto público y dar una nueva formación a su fuerza laboral. Vale la pena mencionar que, en 2023, el déficit presupuestario de Alemania fue de 2.5% del PIB y, según las proyecciones de mercado, se espera que su déficit se ubique en el 2.2%, 2.0% y 1.8% del PIB para 2024, 2025 y 2026, respectivamente. Aunque estas cifras cumplen con lo establecido por la UE, estarían lejos del límite más riguroso del freno de la deuda.

Adicionalmente, la coalición de centroderecha del CDU/CSU que actualmente lidera las encuestas para las próximas elecciones no está incluyendo una reforma al freno de la deuda en su programa; en cambio, proponen implementar recortes de impuestos y reformas desde el lado de la oferta orientadas a eliminar procesos innecesarios, al tiempo que aumentan la oferta laboral, la inversión, y mantienen el freno de la deuda. De otro lado, mientras que los verdes y el SPD están de acuerdo con el estímulo desde el lado de la demanda, esta coalición sugiere reformar el freno de la deuda. Dada la falta de consenso sobre el presupuesto de 2025, el ministerio de Hacienda de Alemania anunció que las finanzas del estado se manejarían por medio de un presupuesto provisional hasta que el nuevo gobierno defina el suyo. Esta situación es similar a la destacada anteriormente en Francia, en donde el gobierno solo puede desembolsar fondos que ya estén comprometidos o que sean necesarios para el funcionamiento del estado. Por su parte, el partido AfD, la alternativa de la extrema derecha que actualmente es segunda en las encuestas, también está a favor de mantener el freno de la deuda; sin embargo, proponen reducir las contribuciones de Alemania a la UE y revisar las actuales políticas de asilo.

12. Incertidumbre política se refleja en la percepción de riesgo de los mercados

Diferencial bonos Francia - Alemania 10 años

pbs
100



Fuente: Bloomberg. Datos al 6 de enero de 2025

Reacción de mercado

Recientemente, Alemania anunció que reducirá su oferta de deuda en un 13% en 2025. No obstante, este plan presentado por la Agencia Financiera alemana está sujeto a cambios una vez la nueva administración tome posesión y, potencialmente, adopte un nuevo presupuesto. La renta fija alemana recibió positivamente la noticia de una menor emisión de deuda en 2025, ya que una menor oferta de deuda por parte del gobierno implica una curva soberana más plana. Sin embargo, hay que destacar que los oficiales del ministerio de Hacienda no esperan que se dé un presupuesto hasta el segundo semestre de 2025, por lo que este potencial escenario positivo está sujeto a cambios.

En el caso de Francia, la incertidumbre alrededor del funcionamiento del nuevo gabinete ha sido alta, lo que se ha traducido a que el diferencial entre la deuda francesa y alemana se amplíe sustancialmente desde el inicio de la crisis de gobierno.

Dicha incertidumbre, en conjunto con la incapacidad de llegar a un acuerdo con respecto al presupuesto de 2025, deberían ser características del panorama político francés durante el año. Del mismo modo, estas características pueden afectar a los bonos franceses de largo plazo, ya que las expectativas del mercado actualmente descuentan una curva soberana más empinada en el 1T25 y que solo sigue empinándose durante el año. Lo anterior, podría conllevar a mayores diferenciales entre la deuda francesa y alemana.

En suma, teniendo en cuenta que la situación política en ambos países sigue sin resolverse, **nos mantendríamos al margen al momento de tener bonos soberanos de Francia o Alemania en nuestros portafolios.** Consideramos que otros países europeos, tales como España, actualmente ofrecen un escenario fiscal más benigno que, en conjunto con rendimientos más atractivos, podrían ser una alternativa más rentable al momento de buscar exposición a la renta fija europea.





Melissa Ochoa Cárdenas
Estratega de Inversión
Insigneo



Mauricio Viaud
Estratega de Inversión *Senior*
y Manager de Portafolio
Insigneo



Andrés Salamanca
Analista de Datos
Insigneo

Latinoamérica: un juego a tres bandas

Se espera que la implementación de aranceles debilite las monedas latinoamericanas como una medida para compensar los mayores precios de los productos.

Brasil y Estados Unidos han adoptado enfoques diferentes que han llevado a Brasil a ocupar un rol de baja prioridad para Estados Unidos. Por lo tanto, Brasil ha desarrollado una relación más cercana con China, que ahora es su principal socio comercial.

Desde que asumió el cargo, el presidente Milei ha buscado mantener el equilibrio entre unos vínculos más estrechos con Estados Unidos para asegurar apoyo del FMI y explorar un posible acuerdo de libre comercio, y profundizar la relación de Argentina con China para aprovechar la demanda de materias primas y mantener el acceso a fuentes de financiamiento.

A pesar de los crecientes riesgos arancelarios, los

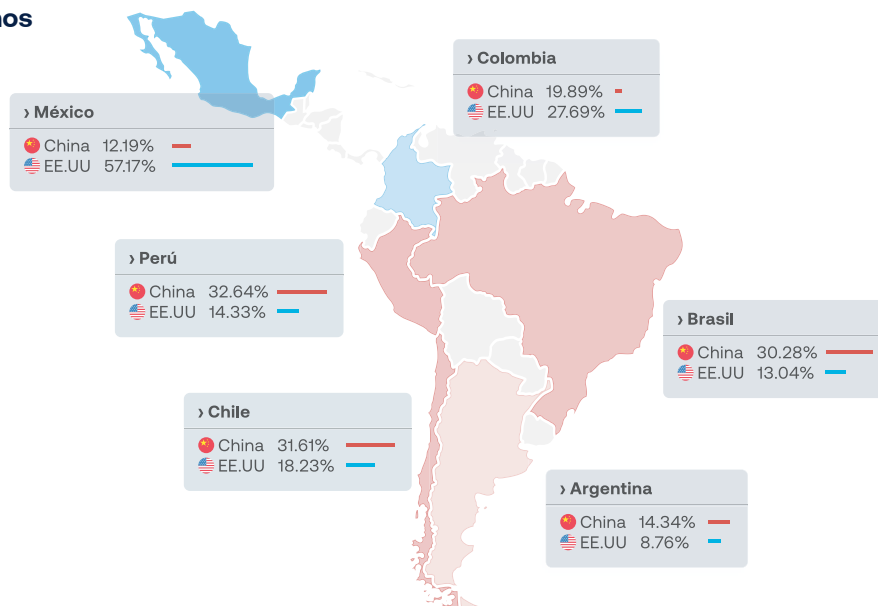
lazos económicos entre Estados Unidos y México probablemente se mantendrán sólidos, ya que los intereses compartidos en contrarrestar la influencia regional de China y la cooperación histórica refuerzan su alianza.

Al igual que en la primera administración de Trump, es probable que la situación actual de una guerra comercial entre Estados Unidos y América Latina se resuelva en la mesa de negociaciones.

Las relaciones comerciales con Estados Unidos son cruciales para Latinoamérica, ya que naciones como Nicaragua y República Dominicana dependen de Estados Unidos para más del 50% de sus exportaciones. Como se observa en el **gráfico 13**, la mayoría de las principales economías de la región participan en una dinámica comercial en dos frentes, tanto con Estados Unidos como con China. Para los países con exposición a China, el arancel propuesto del 60% sobre las exportaciones chinas y los resultados del plan de estímulo fiscal de China son fundamentales. Estos factores influirán en el crecimiento de China y su

13. América Latina: un juego de tronos

Principal socio comercial para diferentes países de Latinoamérica



Fuente: Bloomberg. Datos al 3T24

demanda de materias primas lo que, a su vez, afectará a países exportadores de estas como Chile.

Los aranceles crearán efectos de primer y segundo orden. Los efectos de primer orden son cambios inmediatos de precios e interrupciones en la cadena de suministro, mientras que los efectos de segundo orden son de largo plazo, incluyendo ajustes de las tasas de cambio e inflación. Para América Latina, los efectos de segundo orden son significativos, dada la dependencia de la región de las exportaciones a Estados Unidos y China. Se espera que la implementación de aranceles debilite las monedas latinoamericanas como una medida para compensar los mayores precios de los productos, lo que eventualmente generará presiones inflacionarias en toda la región.

Más allá de las consecuencias económicas, los aranceles también moldearán el panorama político de la región durante los próximos dos años. De manera similar a lo que está sucediendo en México y Canadá, Estados Unidos puede utilizar los aranceles como herramienta para negociar mejores acuerdos comer-

ciales. Esto coincidirá con una serie de elecciones clave: Chile y Ecuador tendrán elecciones presidenciales en 2025, y Colombia, Perú y Brasil las seguirán en 2026.

Argentina y Brasil – una historia de dos países

Argentina y Brasil, dos de las principales economías de América Latina, se enfrentan a dinámicas diferentes con la llegada de la segunda administración de Trump.

Incluso si ambos países han hecho esfuerzos conscientes para mejorar su relación bilateral, fuerzas políticas internas han complicado la relación entre Brasil y Estados Unidos. En medio de desafíos diplomáticos como la guerra entre Rusia y Ucrania, Brasil y Estados Unidos han adoptado enfoques diferentes que han llevado a Brasil a ocupar un rol de baja prioridad para Estados Unidos. Por lo tanto, Brasil ha desarrollado una relación más cercana con China, al

punto de que China representa el 30% del total del comercio de Brasil; en contraste, Estados Unidos representa solo el 13% (ver **gráfico 13**). Aun así, analistas de mercado de Bloomberg proyectan que los potenciales aranceles de 20% que Estados Unidos planea imponerle a Brasil afectarían principalmente a bienes tales como el petróleo, metales, y equipos de transporte. De otro lado, los mismos analistas de Bloomberg esperan que Brasil aumente sus exportaciones hacia otros destinos para mitigar los efectos de los aranceles, incluso si el gobierno de Lula no puede ayudarle a los exportadores por medio de subsidios para la manufactura o reduciendo los impuestos a las importaciones.

Mientras tanto, vale la pena resaltar que las exportaciones de Brasil están concentradas en materias primas tales como soya, mineral de hierro, y petróleo. Dado que Estados Unidos también exporta soya a China, Brasil podría beneficiarse del aumento de los aranceles que se implementarían una vez que la nueva administración tome posesión, asumiendo que China tome represalias y utilizando como referencia la primera guerra comercial de Trump.

Adicionalmente, hay que monitorear el hecho de que la Unión Europea y los miembros del Mercosur hubieran alcanzado un acuerdo comercial que se espera establezca una de las mayores zonas comerciales, al tiempo que se convertiría en el mayor acuerdo comercial de la Unión Europea. Aunque esto podría ser un hecho positivo, cabe resaltar que el Parlamento Europeo todavía debe ratificar el acuerdo, lo que podría tomar cierto tiempo.

Por su parte, Argentina se enfrenta a un escenario diferente de retos y oportunidades. **Desde que el presidente Milei asumió su mandato, ha dejado claro su objetivo de convertirse en el nuevo aliado del presidente Trump en Latinoamérica sin comprometer la relación comercial de Argentina con China.** La idea de Milei de tener unos lazos estrechos con Estados

Unidos tiene como fin recibir el apoyo del presidente Trump para negociar un nuevo acuerdo con el FMI. El año pasado, el Fondo anunció que revisaría el programa actual de Argentina en enero de 2025. Además, Milei aseguró que intentará negociar un tratado de libre comercio con Estados Unidos, teniendo en cuenta que ambas naciones firmaron un Acuerdo Marco de Comercio e Inversiones en 2016.

Sin embargo, lo que en un inicio fue una postura más pragmática con China ha evolucionado hacia una relación más cercana, dado el interés de China en algunas de las materias primas que produce Argentina, y la necesidad urgente de la administración de Milei de obtener financiamiento adicional mediante una extensión de su línea *swap* por USD 5bn hasta 2026. Vale la pena destacar que China es el segundo socio comercial de Argentina después de Brasil, representando el 14% del comercio total de Argentina (ver **gráfico 13**).

México- un duelo a la mexicana

“El 20 de enero, como una de mis muchas primeras Órdenes Ejecutivas, firmaré todos los documentos necesarios para imponer a México y Canadá un arancel del 25% sobre TODOS los productos que ingresan a Estados Unidos...” – presidente Donald Trump, 25 de noviembre de 2024

El presidente Trump publicó este mensaje a finales del año pasado, anunciando su intención de utilizar los aranceles como una herramienta para hacer cumplir las políticas de inmigración. Al día siguiente, la presidenta mexicana Claudia Sheinbaum respondió que “ni las amenazas ni los aranceles resolverán el problema de la migración o el consumo de drogas. Imponer un arancel significaría que otro llegue en respuesta, continuando así hasta que pongamos en riesgo a las empresas compartidas”. Esta retórica suena como los

disparos iniciales de una guerra comercial, utilizando los aranceles como munición. **Es probable que el presidente Trump utilice abiertamente los aranceles como una herramienta de negociación y cumplirá su palabra de implementarlos si las otras partes no están dispuestas a negociar.** Al mismo tiempo, es probable que la presidenta Sheinbaum se resista abiertamente a los aranceles, utilizando su postura para ganar puntos políticos tanto dentro del gobierno como con el pueblo mexicano. A primera vista, esta situación pareciera ser un duelo a la mexicana de la vida real basado en el comercio. Sin embargo, bajo la superficie, es probable que las cosas sean diferentes.

En 2023, México se convirtió en el mayor socio comercial de Estados Unidos, enviando exportaciones por un valor de USD 475bn a este país solo ese año, rompiendo con el dominio de dieciséis años de China de ese título. Según el *American Society Council Of The Americas*, casi el 80% de las exportaciones de México fueron a Estados Unidos en 2022. Al mismo tiempo, según el Departamento de Estado de Estados Unidos, este país es la mayor fuente de inversión extranjera directa de México. Igualmente importante para Estados Unidos, México es el segundo mayor destino de las exportaciones estadounidenses. Si los aranceles se implementaran como se ha dicho, sus efectos se sentirían en ambos lados de la frontera. Los estados de Nuevo León, Coahuila y Chihuahua, en el norte de México, se verían afectados negativamente por la reducción de la demanda de bienes tecnológicos vinculada al *nearshoring*. Al mismo tiempo, en Estados Unidos, Texas, Nuevo México y California se verían afectados negativamente por la disminución del comercio que fluye hacia estos estados.

No obstante, la realidad es que Estados Unidos y México dependen el uno del otro para mucho más que el comercio. Mientras viajábamos por todo México el año pasado, nos hicieron en numerosas ocasiones la siguiente pregunta: “¿Creen que Estados Unidos

abandonará a México?” Nuestra respuesta fue y sigue siendo “no, no creemos”. El comercio es importante, pero también lo es la geopolítica. China está tocando la puerta de muchos países latinoamericanos en un intento por expandir su influencia en la región. **Dados los lazos históricamente fuertes entre ambos países, así como la proximidad geográfica de México a Estados Unidos, no creemos que Estados Unidos abandone a México y se arriesgue a permitir que China gane influencia sobre su vecino más cercano.** Nuestra perspectiva se ve ratificada por la decisión del presidente Trump de elegir como embajador de Estados Unidos en México a Ron Johnson, una figura reconocida con amplia experiencia en asuntos diplomáticos y militares en América Latina.

El resto de la región

La economía de Chile está estrechamente ligada a los precios del cobre, y Bloomberg informa que casi el 40% de la volatilidad del peso chileno (CLP) se está explicando por los movimientos del precio del cobre. A medida que el mercado digiera los aranceles a China a principios de 2025, se proyecta un debilitamiento del CLP. Sin embargo, se espera que la moneda encuentre cierto soporte gracias a los planes de estímulo fiscal de China, que impulsarán la demanda de materias primas del país asiático. La incertidumbre política chilena previa a las elecciones presidenciales agregará cierta prima de riesgo a la tasa de cambio, con los mercados descontando una recuperación si prevalece un candidato favorable al mercado. Las encuestas muestran a la conservadora Matthei y a la expresidenta Bachelet liderando la carrera presidencial.

Colombia, Perú y Ecuador están menos expuestos a los aranceles, ya que sus exportaciones consisten principalmente de materias primas como petróleo y minerales, que son menos vulnerables a las barreras comerciales y pueden reorientarse más fácilmente

de ser necesario. Sin embargo, Colombia enfrenta desafíos a medida que sus tasas de referencia converjan con las de Estados Unidos, lo que deja al país con poco margen para recortes. Una vez que Colombia agote su capacidad para reducir las tasas, los débiles fundamentales ejercerán presión sobre la tasa de cambio. En Perú persiste la incertidumbre política, y la presidenta Boluarte podría enfrentar un juicio político después de julio de 2025 para evitar elecciones anticipadas. Las elecciones de febrero de 2025 en Ecuador también serán cruciales, con el presidente Noboa ligeramente por delante de la candidata de izquierda González. Una victoria de Noboa podría mejorar la relación de Ecuador con Estados Unidos y aumentar el acceso al mercado.

En Centroamérica, las políticas migratorias representan un mayor riesgo. Por ejemplo, el 11.7% de la pobla-

ción de El Salvador vive en Estados Unidos de manera ilegal, por lo que un aumento en las deportaciones podría afectar la economía local. En Uruguay, se espera que las políticas fiscales y monetarias expansionistas del nuevo gobierno afecten la inflación, añadiendo más presión a la economía.

Al igual que en la primera administración de Trump, **es probable que la situación actual de una guerra comercial entre Estados Unidos y América Latina se resuelva en la mesa de negociaciones.** Sin embargo, ambas partes deben estar dispuestas a negociar para alcanzar un resultado mutuamente beneficioso. Como decían en “Juego de Tronos”: “Nadie puede sobrevivir en este mundo sin ayuda. Nadie.” ■



Andrés Salamanca
Analista de Datos
Insigneo

Una reacción en cadena 2.0

(Recomendamos visitar nuestro artículo [“Una reacción en cadena” del 2T24 aquí](#) para obtener información adicional)

La energía nuclear se destaca como una alternativa más eficiente a las fuentes de energía renovables tradicionales.

Las principales empresas de tecnología como Amazon, Microsoft, Google, Oracle y Meta ahora están apostando por la energía nuclear como parte de sus objetivos de cero emisiones.

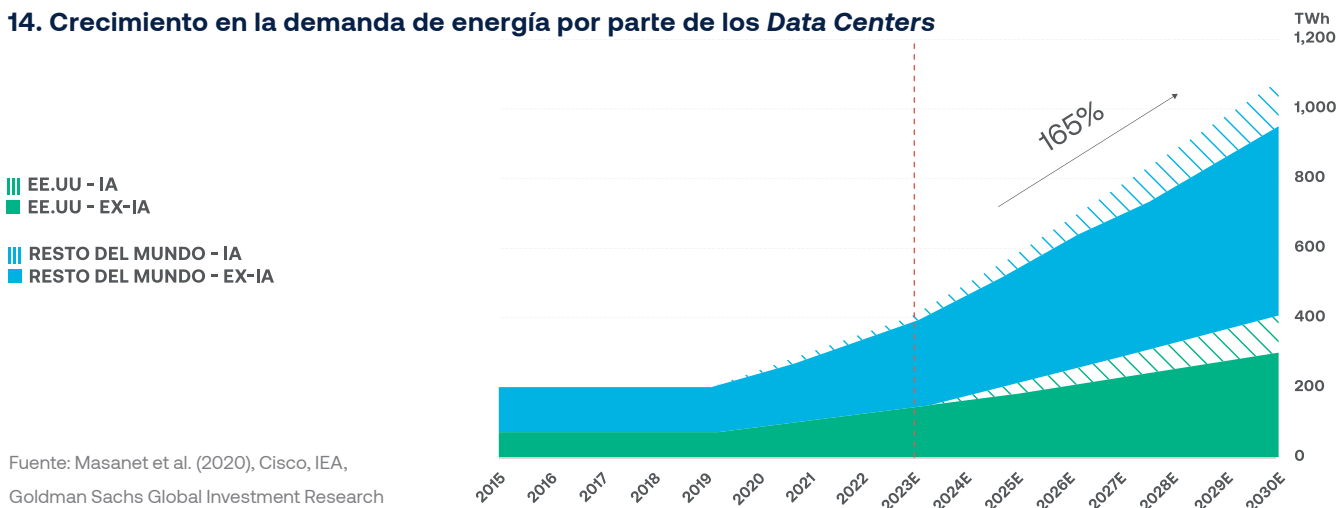
Si bien las perspectivas a largo plazo para el uranio siguen siendo alcistas, la volatilidad a corto plazo dependerá de factores geopolíticos.

Como lo conversamos en nuestra llamada trimestral del 2T24, la energía nuclear estaba preparada para un renacimiento, a la espera del catalizador adecuado. La guerra entre Rusia y Ucrania aportó la chispa, mientras que la inteligencia artificial encendió las llamas. Como se muestra en el gráfico 14, se espera que la inteligencia artificial impulse el crecimiento de la infraestructura energética en los próximos años. Mientras los países luchan por lograr economías verdes, la energía nuclear se destaca como una alternativa más eficiente a las fuentes de energía renovables tradicionales, ya que ofrece bajas emisiones de carbono, alta densidad energética y un menor uso de tierra. Una sola planta nuclear puede generar tanta energía como tres grandes parques eólicos o solares.

Desde la conferencia de la COP28 en diciembre de 2023, más de 20 países, incluyendo Estados Unidos, se comprometieron a triplicar la capacidad nuclear mundial para 2050. Utilizando 2020 como punto de referencia, este objetivo requiere agregar 740 GW en menos de tres décadas, una hazaña notable dado que se necesitaron 70 años para construir los 390 GW de capacidad actual. Lograr esto requerirá una aceleración significativa en el financiamiento, inversión y capex de la industria. En este contexto, la energía nuclear se ha convertido en una carrera global, con China a la cabeza.

El dominio de China en el desarrollo nuclear se debe a su velocidad para construir plantas, con una duración promedio de siete años, superando con creces el promedio de diez años de Europa y el promedio de 15 años de Estados Unidos. A modo de contexto, Estados Unidos ha completado solo una planta nuclear en los últimos 30 años (la planta de Vogtle en Georgia), que enfrentó un retraso de siete años y un sobrecosto de USD 17,000 mm. La ventaja de China reside en su amplia experiencia, su conglomerado de empresas estatales, su financiamiento de bajo costo y

14. Crecimiento en la demanda de energía por parte de los Data Centers



Fuente: Masanet et al. (2020), Cisco, IEA, Goldman Sachs Global Investment Research

su mano de obra asequible. Adicionalmente, China ya está avanzando hacia la tecnología de reactores rápidos, una innovación de cuarta generación que recicla uranio y plutonio como combustible nuevo. Este avance podría reducir significativamente los desechos nucleares, abordando una de las principales preocupaciones de seguridad de la energía nuclear.

Si bien Estados Unidos ha progresado lentamente, las

principales empresas de tecnología como Amazon, Microsoft, Google, Oracle y Meta ahora están apostando por la energía nuclear como parte de sus objetivos de cero emisiones. Debido a los largos plazos necesarios para construir plantas nucleares tradicionales, estas empresas se están centrando en una tecnología en desarrollo llamada pequeños reactores modulares (SMR por sus siglas en inglés), que tienen una capacidad de hasta 300 MW, aproximadamente un

15. Capacidad nuclear en desarrollo

REGIÓN	EN CONSTRUCCIÓN	PLANEADO	PROPUESTO	CRECIMIENTO TOTAL DE CAPACIDAD	CAPACIDAD ACTUAL	CRECIMIENTO TOTAL COMO % DEL ACTUAL
China	29.8 GW	44.7 GW	186.5 GW	260.9 GW	57 GW	457%
Rusia	4 GW	8.9 GW	37.7 GW	50.6 GW	26.8 GW	189%
India	7.2 GW	7 GW	32 GW	46.3 GW	8.2 GW	565%
U.E	2.1 GW	13.6 GW	28.4 GW	44.1 GW	101.7 GW	43%
Japón	2.8 GW	1.4 GW	11.6 GW	15.7 GW	33.1 GW	47%
EE.UU	0 GW	0 GW	10.5 GW	10.5 GW	95.8 GW	11%
Brasil	1.4 GW	0 GW	8 GW	9.4 GW	2 GW	473%
Reino Unido	3.4 GW	3.3 GW	2.3 GW	9.1 GW	5.9 GW	154%
Resto del mundo	17.7 GW	9.4 GW	47.2 GW	74.3 GW	64.1 GW	116%
TOTAL	68.3 GW	88.3 GW	364.1 GW	520.8 GW	394.6 GW	132%

Fuente: World Nuclear Association, Morgan Stanley

tercio de los reactores tradicionales. Los SMR son versátiles, más rápidos de implementar y se espera que sean comercialmente viables para 2028. La región de Asia y el Pacífico está liderando el desarrollo de SMRs, posicionando a sus empresas para dominar la cadena de suministro para proyectos estadounidenses. Otras iniciativas incluyen la fusión nuclear que, a diferencia de los reactores tradicionales, genera energía juntando átomos. Este proceso utiliza elementos gaseosos ligeros como combustible, reduciendo costos y el riesgo de accidentes. Microsoft firmó recientemente un acuerdo de compra de energía con Helion Energy, una startup de fusión nuclear respaldada por el director de OpenAI, Sam Altman. Si bien persiste el escepticismo sobre el ritmo de los avances en este campo, Helion apunta a comercializar la energía de fusión para 2028.

Por el lado de las materias primas, los precios del uranio se han recuperado desde los mínimos de 2016, pero se mantienen por debajo de los picos de principios de la década del 2000. **Dado el auge de la inteligencia artificial, se prevé que el consumo de uranio se duplique para 2040.** Sin embargo, el uranio requiere un proceso de enriquecimiento para convertirse en combustible utilizable, un proceso dominado por empresas rusas, las cuales controlan el 44% de la capacidad mundial de enriquecimiento, seguida por China con el 10%. La reciente legislación estadounidense que restringe las importaciones de uranio enriquecido por Rusia ha favorecido los precios. Si bien las perspectivas a largo plazo para el uranio siguen siendo alcistas, la volatilidad a corto plazo dependerá de factores geopolíticos, en particular la resolución del conflicto entre Rusia y Ucrania. ■

Análisis por clases de Activos

Asignación Global de Activos	TÁCTICO (HASTA 3 MESES)	CÍCLICO (HASTA 12 MESES)
Renta Variable	NEUTRAL	SOBREPONDERAR
Renta Fija	NEUTRAL	SOBREPONDERAR
Efectivo	NEUTRAL	NEUTRAL
Segmentación Regional		
Renta Variable EE.UU. ¹	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
Renta Variable Europea	NEUTRAL	NEUTRAL
Renta Variable Japonesa	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
Renta Variable Mercados Emergentes	SUBPONDERAR	SUBPONDERAR
Renta Variable China	NEUTRAL	NEUTRAL
Bonos del Tesoro EE.UU. ²	NEUTRAL	SOBREPONDERAR
Grado de Inversión	NEUTRAL	NEUTRAL
Renta Fija High Yield	NEUTRAL	NEUTRAL
Renta Fija Soberana Emergente	NEUTRAL	NEUTRAL
Dólar americano	SOBREPONDERAR	NEUTRAL
Energía ³	SUBPONDERAR	SUBPONDERAR
Metales Preciosos	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR

¹ Relativo a acciones globales en USD

² Relativo a mercados globales de renta fija en USD

³ Relativo al sector de materias primas

Divulgaciones Legales Importantes

Insigneo Financial Group, LLC comprende una serie de empresas operativas dedicadas a la oferta de productos y servicios de corretaje y asesoría en varias jurisdicciones, principalmente en América Latina. Los productos y servicios de corretaje se ofrecen a través de Insigneo Securities, LLC, con sede en Miami, miembro de la Autoridad Reguladora de la Industria Financiera (conocida por sus siglas en inglés "FINRA") y de la Corporación de Protección de Valores de Inversionistas (conocida por sus siglas en inglés "SIPC") <https://www.sipc.org/>. Los productos y servicios de asesoría de inversiones se ofrecen a través de Insigneo Advisory Services, LLC, un asesor de inversiones registrado en la Comisión de Bolsa y Valores. En Uruguay, los servicios de asesoría se ofrecen a través de Insigneo Asesor Internacional S.A., Insigneo Gestor Internacional S.A, Insigneo Asesor Latam S.A., SRL e Insigneo Asesores de Inversión de Uruguay, SRL, en Argentina a través de Insigneo Argentina, SAU y en Chile a través de Insigneo Asesorías Financieras, SPA. En conjunto, estos ocho negocios operativos conforman Insigneo Financial Group. Para obtener más información sobre el corredor de bolsa, incluidos sus conflictos de intereses y prácticas de compensación, visite <https://insigneo.com/disclosures/> o www.finra.org Para obtener más información sobre Insigneo Advisory Services, LLC y cualquier conflicto relacionado con sus servicios de asesoría, consulte su Formulario ADV y el folleto que se pueden encontrar en el sitio web de Investment Advisor Public Disclosure <https://adviserinfo.sec.gov/>.

PARA AFILIADOS LOCALIZADOS EN CHILE

Insigneo Asesorías Financieras SPA se encuentra inscrito en Chile, en el Registro de Prestadores de Servicios Financieros de la Comisión para el Mercado Financiero. Este informe fue efectuado por área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, en base a la información disponible a la fecha de emisión de este. Para evitar cualquier conflicto de interés, Insigneo Securities LLC dispone que ningún integrante del equipo de Research & Strategy tenga su remuneración asociada directa o indirectamente con una recomendación o reporte específico o con el resultado de una cartera. Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes consideradas confiables, no podemos garantizar la completa exactitud e integridad de estos, no asumiendo responsabilidad alguna al respecto Insigneo Securities LLC, Insigneo Asesorías Financieras SPA ni ninguna de sus empresas relacionadas. Este material está destinado únicamente a facilitar el debate general y no pretende ser fuente de ninguna recomendación específica para una persona concreta. Por favor, consulte con su ejecutivo de cuentas o con su asesor financiero si alguna de las recomendaciones específicas que se hacen en este documento es adecuada para usted. Este documento no constituye una oferta o solicitud de compra o venta de ningún valor en ninguna jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud no esté autorizada o a ninguna persona a la que sea ilegal hacer dicha oferta o solicitud. Las inversiones en cuentas de corretaje y de asesoramiento de inversiones están sujetas al riesgo de mercado, incluida la pérdida de capital. La información base del presente informe puede sufrir cambios, no teniendo Insigneo Securities LLC ni Insigneo Asesorías Financieras SPA la obligación de actualizar el presente informe ni de

comunicar a sus destinatarios sobre la ocurrencia de tales cambios. Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen el juicio o visión de área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, a la fecha de su publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso.

PARA AFILIADOS LOCALIZADOS EN URUGUAY

En Uruguay, los valores están siendo ofrecidos en forma privada de acuerdo al artículo 2 de la ley 18.627 y sus modificaciones. Los valores no han sido ni serán registrados ante el Banco Central del Uruguay para oferta pública.

PARA AFILIADOS LOCALIZADOS EN ARGENTINA

Insigneo Argentina S.A.U. Agente Asesor Global de Inversión se encuentra registrado bajo el N° 1053 de la Comisión Nacional de Valores (CNV) e inscripto ante la Inspección General de Justicia (IGJ) bajo el N° 12.278 del Libro 90, Tomo -, de Sociedades por Acciones. Este informe fue efectuado por área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, en base a la información disponible a la fecha de su emisión. Para evitar cualquier conflicto de interés, Insigneo Securities LLC dispone que ningún integrante del equipo de Research & Strategy tenga su remuneración asociada directa o indirectamente con una recomendación o reporte específico o con el resultado de una cartera. Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes consideradas confiables, no podemos garantizar la completa exactitud e integridad de estos, no asumiendo responsabilidad alguna al respecto Insigneo Securities LLC, Insigneo Argentina S.A.U. ni ninguna de sus empresas relacionadas. La información base del presente informe puede sufrir cambios, no teniendo Insigneo Argentina S.A.U. la obligación de actualizar el presente informe ni de comunicar a sus destinatarios sobre la ocurrencia de tales cambios. Este material está destinado únicamente a facilitar el debate general y no pretende ser fuente de ninguna recomendación específica para una persona concreta. Por favor, consulte con su ejecutivo de cuentas o con su asesor financiero si alguna de las recomendaciones específicas que se hacen en este documento es adecuada para usted. Este documento no constituye una oferta, recomendación o solicitud de compra o venta de ningún valor negociable en ninguna jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud no esté autorizada o a ninguna persona a la que sea ilegal hacer dicha oferta o solicitud. Las inversiones en valores negociables están sujetas al riesgo de mercado, incluida la pérdida parcial o total del capital invertido. Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen el juicio o visión de área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, a la fecha de su publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso.